

2015年10月21日 全9頁

米国経済見通し 増える留意点

金融政策を左右する内外のリスクに財政問題も

ニューヨークリサーチセンター
シニアエコノミスト 土屋 貴裕
エコノミスト 橋本 政彦

[要約]

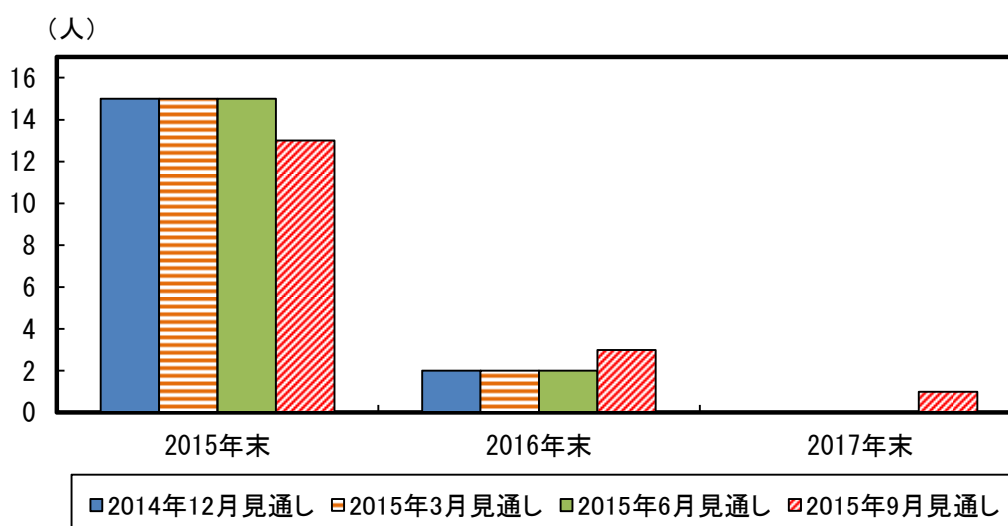
- 9月のFOMC（連邦公開市場委員会）で、利上げ開始を先送りした主な背景は、海外経済の下振れや金融市場の混乱がもたらす短期的なインフレ率の下振れの可能性であった。年内利上げ派が多数とみられるが、内外の経済や市場が混乱するリスクが高まる場合には、利上げ開始時期を先送りするだろう。
- 10月から新年度となり、財政の問題が顕在化しつつある。連邦政府の予算は12月11日までの暫定予算が成立したが、11月上旬には債務上限問題が控えている。12月にかけて、経済や市場が混乱するリスクが高まる可能性がある。
- 現在の米国経済にはやや軟調さが見られる。製造業の活動などが不振で、非製造業は相対的に堅調である。ただ、悪化した消費者のマインドは、株価が持ち直しつつあることで改善してきた。内需の回復に対して輸出が伸び悩んでいる。
- 米国経済の拡大のドライバーはあくまで非製造業部門を中心とした雇用の増加と、個人消費の増加であり、輸出の減速をきっかけに腰折れするとは考えづらい。ドル高や海外経済の減速に注視すべきではあるが、内需主導の景気拡大が続く見通しである。

年内利上げに向けた FOMC メンバーの票読み

金融政策の維持を決定した9月のFOMC（連邦公開市場委員会）の後、複数のFRB高官発言からは、意見が分かれていることがわかる。2015年の投票権を持つ10人のメンバーの発言に注目し、今後の票読みを行うと、年内利上げ開始の可能性が高いと認めているのは、イエレン議長、フィッシャー副議長、ダドリー総裁（ニューヨーク連銀）、ウィリアムズ総裁（サンフランシスコ連銀）、ラッカー総裁（リッチモンド連銀）、ロックハート総裁（アトランタ連銀）の6人となる。年内利上げに慎重なスタンスを示しているのは、ブレイナード理事、タルーロ理事、エバンス総裁（シカゴ連銀）の3人である。パウエル理事の政策スタンスはよくわからないが、9月のFOMC時点で17人のFOMC参加者のうち13人は年内利上げを想定しており、4人目の年内利上げ慎重派は、2015年に投票権を持たないコチャラコタ総裁（ミネアポリス連銀）であることから、パウエル理事も年内利上げ開始に同意しているのだろう。エバンス総裁は、利上げ開始は2016年以降にすべきと主張しているものの、利上げペースを緩やかにすることを条件に年内利上げを容認する可能性があると考えられる。従って、年内利上げ開始に同意するメンバーは、10人中6～8人と見込まれる。

年内利上げ開始を見込むFOMC参加者は、6月のFOMC時点の15人から、9月に2人減ったが、その2人はブレイナード、タルーロの両理事だったと考えられる。ブレイナード理事は、労働市場にさらに改善の余地があるとし、海外経済が米国経済を下振れさせるリスクの低下を待つべきだとした。タルーロ理事は、労働市場が改善しても物価が低迷しており、従来 of 両者の関係（フィリップスカーブ）があまり当てはまっていないことを指摘した。

図表1 FOMC参加者の利上げ見通し



(出所) FRB より大和総研作成

9月のFOMCでは、海外経済の下振れや金融市場の混乱が米国経済を下押しすることが懸念されていた。しかし同会合の議事要旨からは、そうした下押しリスクは限定的で、むしろ海外経済の下振れや金融市場の混乱がもたらす短期的なインフレ率の下振れの可能性が、利上げ先送

りの背景になったとみられる。9月分の雇用統計では雇用者数の伸びが鈍化した。イエレン議長に近いとされるウィリアムズ総裁が、月10万人から15万人程度で雇用者数が安定して増えるのであれば、利上げの支障にならないと発言している。タルーロ理事の発言と合わせて考えれば、雇用統計における雇用者数の伸びに対する注目度がやや低下し、インフレ率の押し上げにより直接影響する賃金の伸びの方が重視される可能性がある。

新たな経済指標次第だが、10月27-28日に予定されている次回のFOMCに向けたベージュブック（地区連銀景況報告）では、米国経済の回復ペースへの評価は下方修正されている。米国の経済動向で、不振が見られるのは、製造業の活動、自動車を除く財の消費と価格上昇ペースなどであり、非製造業、サービスの消費と価格上昇ペースなどは相対的に堅調である。特に悪化した消費者のマインドは、株価が持ち直しつつあることで改善してきた。経済を支える個人消費と住宅投資の改善にポジティブだったと言える。内需の回復に対して輸出が伸び悩んでおり、ダドリー総裁やブレイナード理事が指摘するように、ドル高や海外経済の減速に注視すべきである。10月のFOMCでは、まだ留意すべき点の改善を確認するには時期尚早であろう。

顕在化しつつある財政の問題

また、財政にまつわる問題が顕在化しつつある。10月からの新年度の連邦予算は、前年度末最終日の9月30日に、12月11日までの暫定予算が成立した。共和党保守派の反対で合意が得られなかったが、保守派の反発を受けていたベイナー下院議長が10月末で辞任することを表明して暫定予算が成立し、さしあたって政府閉鎖という事態は避けられた。

だが、3月で連邦政府が借金できる金額はその上限に達し、以降は財務省によるやり繰りが続いている。ルー財務長官は、11月3日にはやり繰りの限界に達し、政府は日々の税収のみで支払いに対応しなければならないとの予想を示した。債務上限額が引き上げられなければ、新たな借金ができない米国政府は、数日から数週間でデフォルト（破綻）するとみられる。ベイナー議長の後任議長はこうした課題に直面することになるが、後任選任は難航している。

ベイナー下院議長は、後任が決まるまでは議長職に留まり、債務上限額の引き上げといった課題の解決を目指す意向だと伝えられている。辞任するのであれば、党内保守派などとの関係が悪化しても問題ないということだろうが、債務上限問題が解決するとしても、上限額がどの程度引き上げられるか、あるいは債務上限をいつまで一時的に停止するか、といった内容が今後の米国経済を左右することになる。12月11日までの暫定予算後の予算と、合わせて債務上限問題を議論することになれば、オバマ大統領は本格的な予算の作成を求めて、新たな暫定予算には拒否権を発動する意向を表明しており、解決すべき課題が大きくなる。政府閉鎖や米国政府のデフォルトリスクがより現実味を増すと見えよう。逆にベイナー下院議長が自らの辞任と引き換えに保守派の反対を押し切ると、保守派の態度が硬化し共和党内部の混乱に拍車をかけて、財政問題のみならず、当面の政策論議が停滞する恐れがある。

財政問題の收拾がつかないような事態であれば、米国経済にネガティブなだけでなく、金

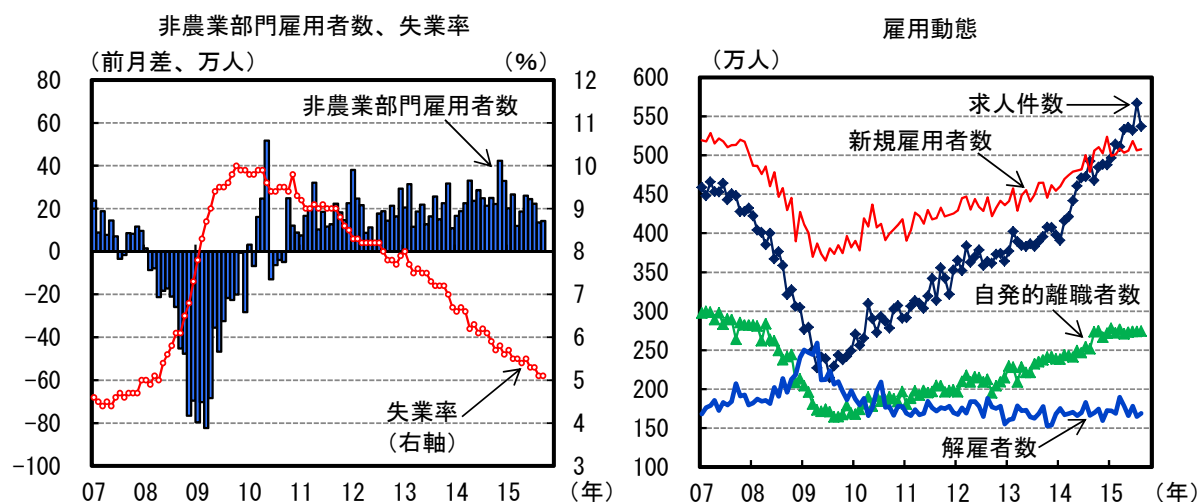
融市場においても警戒が強まることとなろう。デフォルト対象となる米国債の保有を嫌うだけでなく、債券取引の流動性の低下が指摘される市場環境では、急激な価格変動が警戒されることになる。FOMC メンバーは年内利上げに拘泥しているわけではないため、内外の経済や市場が混乱するリスクが高まる場合には、利上げ開始時期を先送りするだろう。

失望を誘う雇用統計¹

9月の非農業部門雇用者数は前月から+14.2万人の増加に留まり、2ヵ月連続で20万人を大きく下回った。雇用者数の増加傾向は続いているが足下で増加ペースは鈍化したため、景気減速に対する懸念が一気に高まることとなった。失業率は5.1%と前月から横ばいであったが、失業者数の減少と同時に就業者数も大幅に減少し、非労働力人口の増加によって失業率が押し下げられていることから、こちらもヘッドラインほどには内容は良くない。

他方で、会社都合による非自発的失業者は2ヵ月連続で減少し、失業期間が27週以上の長期失業者数も前月から大きく減少、経済的理由によるパートタイム就業者も減少するなど、労働市場の質については前月から改善が見られた。しかし、民間部門の平均時給は前月比▲0.0%となり、前年比で見た時給変化率も+2.2%と前月から変わらなかった。失業率は自然失業率に迫る水準まで低下し、雇用の質も着実に改善が進んでいるものの、それが賃金上昇になかなか結びつかない状況が続いている。

図表2 非農業部門雇用者数、失業率と雇用動態



(出所) BLS, Haver Analytics より大和総研作成

ただし、こうした雇用の伸びの鈍化は必ずしも企業による労働需要の縮小によるものとは言いきれない。8月の求人情数は前月比▲5.3%となったが、これは大幅に増加した前月の反動減

¹ 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 橋本政彦「失望的な雇用の伸び」(2015年10月5日)参照。
http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20151005_010187.html

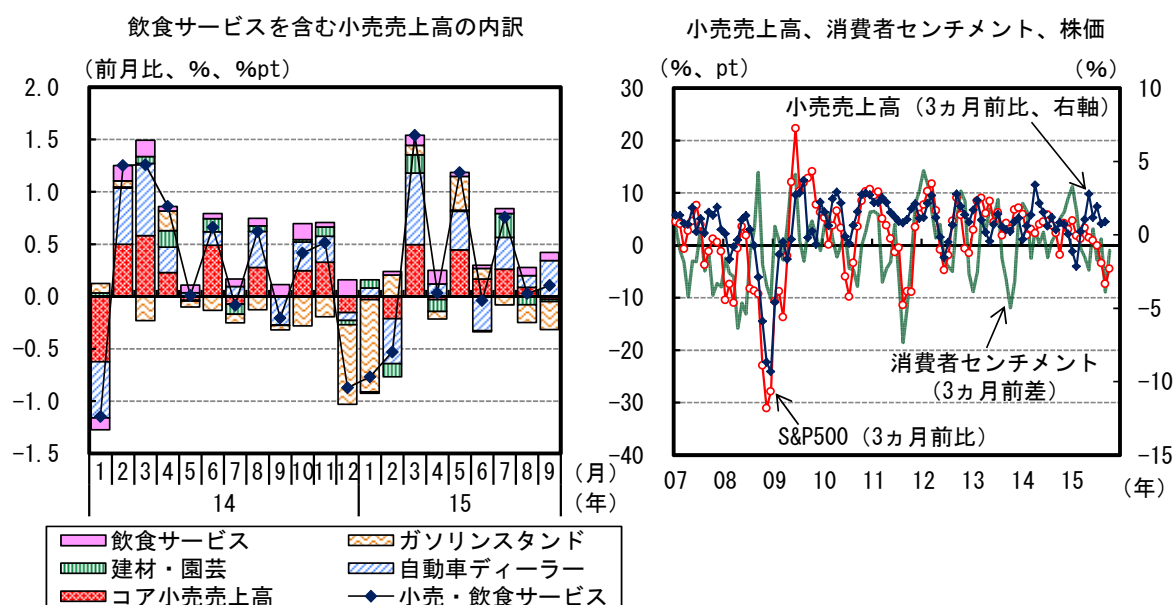
によるものとみられる。均せば増加基調が続いており、求人数や求人率は金融危機前を上回る高水準での推移が続いている。ISM 景況感指数に見る企業の雇用に対するマインドも、特に非製造業では高い水準を維持しており、企業の労働需要はなおも旺盛である。ページブックでは熟練労働者の人手不足のみならず、一部では非熟練労働者でも人手不足が指摘された。雇用者数は今後も増加基調が続くとみられるものの、完全雇用の状態が近づき企業の人材確保が一層困難になる中、増加ペースが以前ほどには高まらない可能性があるだろう。今後の景気動向を占う上では、こうした労働需給のひっ迫がさらなる雇用の質の改善、とりわけ賃金上昇の加速につながるか否かが最大のポイントになるだろう。

個人消費も減速したが、マインドに持ち直しの兆し

雇用の伸びが鈍化するのに沿う形で、個人消費も足下で減速の兆候が見られている。

9月小売売上高（含む飲食サービス）は前月比+0.1%と3ヵ月連続で増加したが、小幅な増加に留まった。新車販売が好調を維持する中、自動車ディーラーの売上増加が全体を押し上げる一方、前月に引き続き価格下落によるガソリンスタンドの売上減少が下押し要因となった。振れの大きな業種を除いたコア小売売上高（除く自動車、建材・園芸、ガソリンスタンド、飲食サービス）も、同▲0.1%と5ヵ月ぶりの減少に転じており、基調として個人消費は減速傾向にある。ただし、8月末からの急激な株価下落を受け、消費者のマインドが悪化していたことを考慮すれば、極端に悲観的な内容ではない。必需消費である飲食料品の減少が全体を押し下げる一方で、消費者マインドの影響を受けやすいと考えられる衣服・宝飾品、百貨店などの選択的消費関連業種の売上高はむしろ増加した。

図表3 小売売上高、消費者センチメント、株価



(注1) コア小売売上高は、自動車ディーラー、ガソリンスタンド、建材・園芸、飲食サービスを除く。

(注2) S&P500は月中平均、直近値は10月1日～20日の平均値。

(出所) Census, ミシガン大/ロイター, S&P, Haver Analytics より大和総研作成

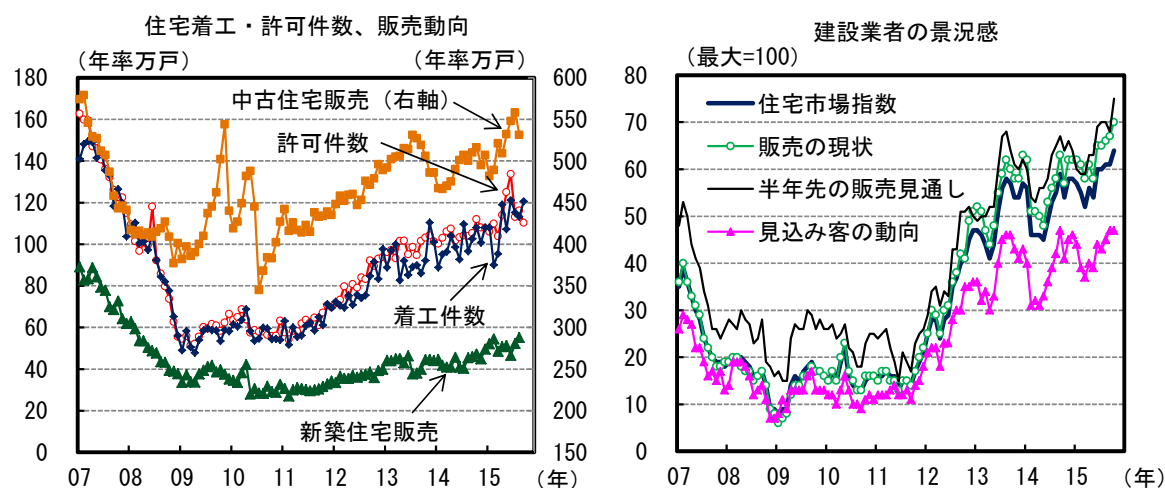
9月に大幅に落ち込んだ消費者のマインドに、底打ちの兆しが見られている点は個人消費を見通す上での好材料である。10月のミシガン大/ロイター消費者センチメント（速報値）は92.1となり、4ヵ月ぶりの改善に転じた。前月の悪化要因になった株価の下落が足下で落ち着きつつあることを受けて、とりわけ現状判断が大きく改善した。マインドが持ち直したことで、個人消費が底割れするリスクは後退したと考えられる。このところ悪化傾向にあったとはいえ、消費者マインドの水準は十分高いことに加えて、減速しつつも雇用や賃金・所得も改善が続いていることから、個人消費は緩やかな増加基調が続く見込みである。

住宅投資は好調維持

雇用や個人消費の減速を受けて、景気減速に対する懸念が高まりつつあるが、住宅投資については引き続き好調を維持している。

9月の住宅着工件数は前月比+6.5%と3ヵ月ぶりに増加した。一戸建てについては同+0.3%とほぼ横ばいに留まったが、集合住宅が同+18.3%と大幅に増加したことが押し上げに寄与した。税制変更に伴う駆け込みの反動減で、前月まで大幅に減少していた北東部における集合住宅の着工戸数は3ヵ月ぶりの増加に転じており、反動減はおおよそ一巡した模様である。他方で、着工件数の先行指標である着工許可件数は、同▲5.0%と2ヵ月ぶりに減少した。駆け込み需要で高水準だった4-6月期の急増を除けば増加基調が続いていると判断できるが、9月の着工許可件数は着工戸数を年率換算10万戸以上下回っており、着工が短期的には減速する可能性を示唆している。

図表4 住宅着工・許可件数、販売動向と建設業者の景況感



(出所) Census, NAR, NAHB, Haver Analytics より大和総研作成

しかし、建設業者の景況感は好調を維持しており、住宅投資の増加をサポートする要因となるだろう。10月のNAHB（全米住宅建設業協会）による景況感指数は、前月の61から64へと上

昇し、2005年10月以来の高水準となった。販売の現状が年央から順調に改善を続けていることに加えて、10月は半年先の販売見通しが大幅に改善した。建設業者による需要見通しは非常に底堅い。技能労働者などの人材不足が供給制約となる可能性には引き続き留意が必要だが、住宅投資は増加基調が続くとみられる。

なお、ページブックでは、一部地域では価格が安い住宅の販売が相対的に好調であることに加えて、一戸建てに比べて集合住宅の建設の方が好調であると報告された。住宅価格は幾分鈍化しつつも上昇が続いており、家計の住宅購入を難しくしているとみられる。住宅資産価値の上昇が続くとの見方は住宅購入を後押しする側面もあるが、速過ぎる価格上昇は需要を抑制することとなる。住宅市場の拡大が持続的なものとなるためには、適度な価格上昇、およびそれに見合った賃金の増加が必要である。

製造業が引き続き冴えない

企業活動に目を向けると、引き続き生産部門を中心に冴えない状況が続いている。

9月の鉱工業生産指数は前月比▲0.2%と2ヵ月連続で低下した。業種別に見ると、年初からの悪化に歯止めがかかりつつあった鉱業が同▲2.0%と4ヵ月ぶりに低下したことが主な低下要因となった。また、電気機械、木製品などの耐久財関連業種の低下を受けて、製造業の生産は同▲0.1%と前月からわずかに低下した。ページブックで製造業全体の減速が示される中でも好調さが強調された自動車・同部品は、同+0.2%と2ヵ月ぶりの上昇に転じ、増加基調を維持している。

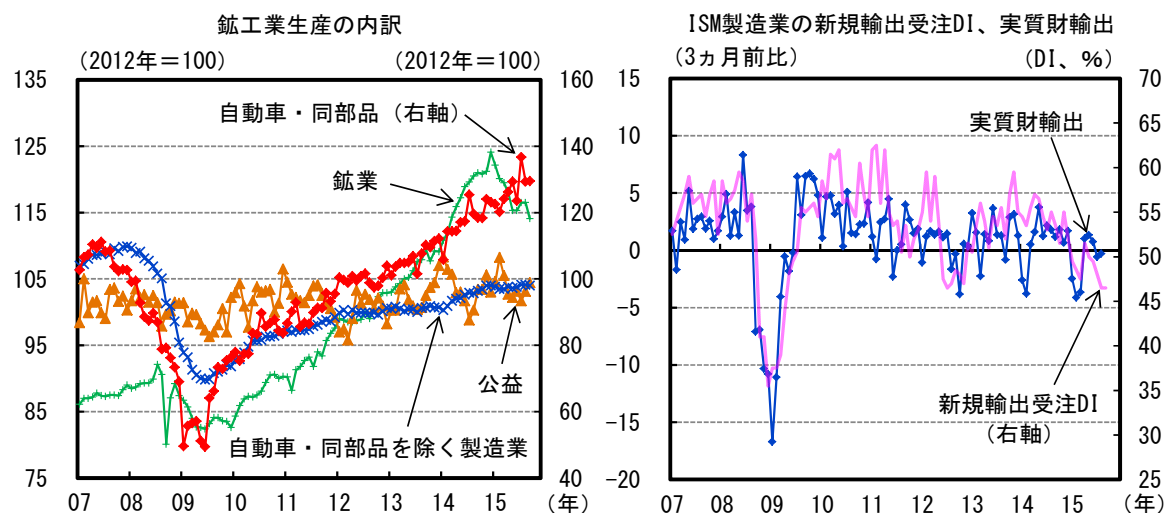
生産の鈍化を受けて、9月の設備稼働率は前月から▲0.3%pt 低下し、77.5%となった。足下での生産の落ち込みが顕著であり、かつ生産能力の上昇が続いている鉱業の稼働率低下が著しく、鉱工業全体でも2014年末から低下傾向が続いている。機械設備投資の先行指標となるコア資本財受注（国防・民間航空機を除く）も8月には前月比▲0.8%と3ヵ月ぶりに減少し、均せば持ち直しに向かいつつあるが、設備投資の増加が緩やかなものに留まることを示唆している。

企業マインド面を見ると、9月のISM製造業景況感指数は前月差▲0.9%ptの50.2%となり、3ヵ月連続で低下した。基準となる50はわずかに上回っているものの、2013年5月以来の低さである。構成指数を見ても、在庫を除く全ての指数が前月から低下しており内容も悪い。原油価格下落に加えて、ドル高や海外経済の減速によって輸出が頭打ちとなっていることが製造業のマインド悪化につながっている。また、10月上旬までの動向を含むニューヨーク連銀、フィラデルフィア連銀による製造業景況感指数は、いずれも前月から小幅に改善したが、基準となる0を下回った。この2地域はページブックでも特に製造業の弱さが指摘された地域であるため、割り引いて見る必要があるが、足下でも製造業のマインドの持ち直しは弱い。

非製造業については、9月のISM非製造業景況感指数は56.9%と2ヵ月連続で低下した。金融市場の混乱による消費者マインドの悪化などから事業活動DIおよび新規受注DIが大きく低

下したが、雇用DIは前月から上昇しており、企業の根強い採用意欲が全体を下支えした。全体のDIは50を大きく上回る水準にあり、足下で減速感が著しい製造業に比べれば相対的に好調を維持しているという状況に変わりはないが、非製造業のマインドも減速することとなった。

図表5 鉱工業生産の内訳とISM製造業の新規輸出受注DI、実質財輸出、



(出所) FRB, ISM, Census, Haver Analytics より大和総研作成

経済見通し

10月29日に公表される7-9月期のGDP1次速報では、前期比年率2%台前半の成長を見込んでいる。個人消費、設備投資、住宅投資などの内需がいずれも増加すると見込まれるものの、輸出の伸び悩みによって外需が足を引っ張るとみられる。

米国経済の先行きに関しては、雇用・所得環境の改善を背景とした個人消費の増加を牽引役にして、内需主導の景気拡大が続く見通しである。足下では、金融市場の混乱や海外経済の減速が実体経済に対して悪影響を及ぼしていることを示唆する経済統計が散見され、景気減速に対する懸念が高まっている。しかし、市場の混乱が徐々に落ち着くにつれ消費者マインドも反転の兆しが見られており、過度な悲観は無用であろう。ドル高や海外経済の減速による輸出の伸び悩みについては、先行きについても注視していく必要があるとみられるが、米国経済が輸出の減速をきっかけに腰折れするとは考えづらい。あくまで非製造業部門を中心とした雇用の増加と、個人消費の増加が米国経済における最大のドライバーであるというシナリオに変更はない。

図表 6 米国経済見通し

	四半期												暦年			
	2014				2015				2016				2013	2014	2015	2016
	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12				
	前期比年率(%)												前年比(%)			
国内総生産	-0.9	4.6	4.3	2.1	0.6	3.9	2.3	2.4	2.9	2.6	2.6	2.8	1.5	2.4	2.5	2.7
<前年同期比>	1.7	2.6	2.9	2.5	2.9	2.7	2.2	2.3	2.9	2.6	2.6	2.7				
個人消費	1.3	3.8	3.5	4.3	1.8	3.6	3.5	2.8	3.0	2.9	2.8	2.7	1.7	2.7	3.2	3.0
設備投資	8.3	4.4	9.0	0.7	1.6	4.1	4.0	4.2	6.2	5.8	4.9	5.5	3.0	6.2	3.4	5.1
住宅投資	-2.8	10.4	3.4	10.0	10.1	9.3	7.6	8.0	6.3	5.5	6.2	6.4	9.5	1.8	8.7	6.8
政府支出	0.0	1.2	1.8	-1.4	-0.1	2.6	0.2	-0.1	0.3	0.0	-0.1	0.2	-2.9	-0.6	0.5	0.2
輸出	-6.7	9.8	1.8	5.4	-6.0	5.1	1.5	2.5	3.4	4.0	4.3	5.0	2.8	3.4	1.5	3.4
輸入	2.8	9.6	-0.8	10.3	7.1	3.0	3.1	3.9	4.2	4.4	4.7	4.5	1.1	3.8	5.3	4.1
鉱工業生産	3.6	5.7	3.9	4.7	-0.3	-2.4	1.8	1.2	3.4	3.1	2.8	2.9	1.9	3.7	1.5	2.3
消費者物価指数	2.1	2.4	1.2	-0.9	-3.1	3.0	1.6	0.9	1.8	2.2	2.3	1.6	1.5	1.6	0.2	1.8
失業率(%)	6.6	6.2	6.1	5.7	5.6	5.4	5.2	5.0	4.9	4.8	4.8	4.7	7.4	6.2	5.3	4.8
貿易収支(10億ドル)	-125	-129	-126	-128	-134	-130	-135	-139	-144	-149	-153	-152	-478	-508	-538	-598
経常収支(10億ドル)	-96	-92	-98	-103	-118	-110	-115	-118	-122	-128	-131	-130	-377	-390	-460	-511
FFレート(期末、%)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.75	1.00	1.25	1.50	0.25	0.25	0.50	1.50
2年債利回り(期中平均、%)	0.37	0.42	0.52	0.54	0.60	0.61	0.69	0.70	1.22	1.39	1.53	1.73	0.31	0.46	0.65	1.47
10年債利回り(期中平均、%)	2.76	2.62	2.50	2.28	1.97	2.17	2.22	2.24	2.55	2.74	2.89	3.10	2.35	2.54	2.15	2.82
国内最終需要	1.8	3.6	3.8	3.0	1.7	3.7	3.1	2.6	3.1	2.9	2.7	2.8	1.2	2.5	2.9	2.9
民間需要	2.0	4.2	4.2	3.9	2.0	3.9	3.7	3.2	3.7	3.4	3.3	3.3	2.2	3.2	3.4	3.5

(注) 網掛けは予想値。2015年10月20日時点。

(出所) BEA, FRB, BLS, Census, Haver Analytics より大和総研作成